



研究员：徐虹 电话：(0411) 39673225

2009 年 1 月 20 日 星期二

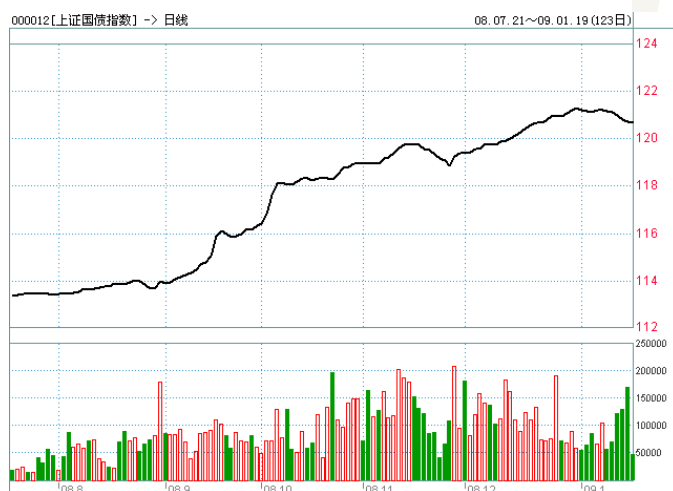
震荡债市中把握风险与机会

(市场有风险·投资须谨慎)

事件：

近期，上证国债指数走出了六连阴，债市回调迹象明显。

图 1：上证国债指数变动



资料来源：wind，大通证券研发中心

点评：

1、背景

2008 年 9 月以来，国债市场经历了前所未有的大牛市，“保增长”的政策面、资金面都推动债市收益率不断下移，各期限收益率达到甚至低于历史低点。09 年伊始，国债市场走出六连阴，前期快速上涨积累的风险逐步显现出来。

2、分析

(1) 08 年 12 月货币供应量强劲反弹，贷款增长也创出了 11 个月以来的新高，09 年伊始公布的这一组数据无疑成了国债连续回调的导火索。一方面数据表明了实体经济活力可能正在不断恢复，另一方面贷款的大幅增长，导致银行投资债市资金减少，虽然目前银行资金面充裕，但过低的国债收益率对商业银行吸引力正在逐步下降。

(2) 我们认为，中国的降息周期已走完大半，债市风险逐步显现，伴随着收益率不断下降，债市的风险也慢慢积累起来。过低的收益率对投资者的吸引力正在减弱，这才是本次国债市场大幅调整的真正原因。另外，从中债收益率曲线来看，目前债市所有降息预期基本兑现，未来降息空间所剩不多。

表 1：中债固定利率、浮动利率政策性金融债收益率比较

标准期限	浮动到期	固定到期	浮动到期减固定到期	隐含 27 点降息次数
6m	1.2017	1.1974	0.0043	0
1y	1.46	1.25	0.21	0
2y	2.1077	1.5692	0.5385	1
3y	2.3951	1.7086	0.6865	2
5y	2.6047	2.423	0.1817	0
7y	2.7987	2.9241	-0.1254	0
10y	3.1793	3.4035	-0.2242	0

资料来源：wind，大通证券研发中心

(3) 在牛市行情所剩不多的大背景下，资金面持续保持宽裕，政策面的些许变化都将成为市场震荡的导火索。本周四即将公布的四季度经济数据可能很不乐观，国债市场或将借此机会结束调整，震荡上行。目前，国债市场 3-5 年期限回调 30BP 左右，在牛市尚未结束的大背景下，债市回调无疑是投资者的良机。

3、投资建议

总体来看，中国经济尚未摆脱下滑趋势，债市仍将获得支撑，可能走出震荡行情，建议关注 3-5 年期国债。但在降息预期逐步兑现的大背景下，投资者应警惕积累的市场风险。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司